

*La responsabilité sociale des entreprises et l'environnement*  
*Université de Montréal 27 et 28 octobres 2008*

**Panel Vérification environnementale et rapport**  
**Agences de notation extra-financière**  
**et financière:**  
**essai de comparaison et de prospective**

*Bertrand du Marais*

**Conseiller d'État,**  
**Professeur associé , Université de Paris 10**  
**(Nanterre),**  
[Bertrand.du\\_marais\(at\)u-paris10.fr](mailto:Bertrand.du_marais(at)u-paris10.fr)

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022.  
[licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)



# Plan

- I Introduction
- II Comparaison: Similarités et différences
- III Quelques éléments de perspectives dans une période tourmentée...

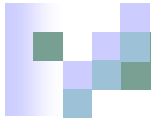
*Lex Electronica*, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022.  
[licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)



UNIVERSITE PARIS X NANTERRE

[bdumarai\[at\]u-paris10.fr](mailto:bdumarai[at]u-paris10.fr)



# Introduction

- Une analyse qui croise droit et économie  
(voir ma page personnelle à travers le site de l'Université paris 10 Nanterre)
- A partir des travaux du « Programme de recherches sur l'Attractivité économique du droit » (AED)
  - Méthode comparative, pluridisciplinaire, associant juriste et économistes, académiques et praticiens
  - *Documents de travail / Working Papers publiés en français et diffusés en anglais sur : [www.gip-recherche-justice/aed.htm](http://www.gip-recherche-justice/aed.htm)*

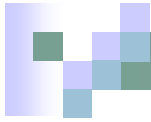




# Analyse de la façon dont les agences de notation (financière (ANF) et extra-financière (ANEF)) appréhendent le droit

- Voir du Marais B., Conac P-H., Piquemal A., de Vauplane H., Besson F., Frouté P., Suel E.  
« Le droit et la note », publié en 2007 dans un ouvrage collectif
- Travaux effectués en 2005 -2006, sur le *droit français*
- Méthode :
  - ☐ entretiens
  - ☐ pour les ANF, études de cas et traitement économétrique

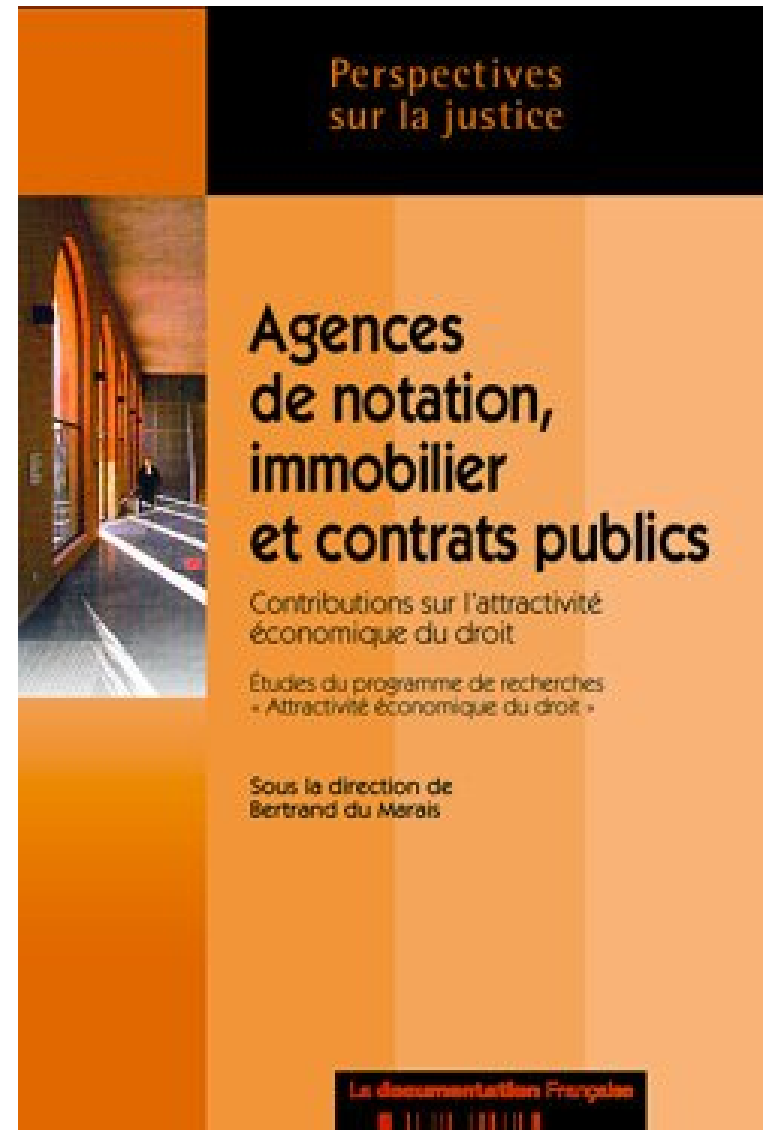




*Voir:*

- ***Agences de notation, immobilier et contrats publics - Contributions sur l'attractivité économique du droit***

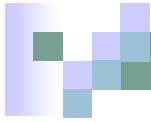
dir. Bertrand du Marais,  
Paris,  
La Documentation  
Française, 2007



UNIVERSITE PARIS X NANTERRE

*Lex Electronica*, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)



## II Comparaison: Similarités et différences

### ■ Genèse:

- ANF: agences de presse, initialement aux Etats-Unis (début XXème siècle)
- ANEF: Militance (politique, religieuse, syndicale, etc.) dans plusieurs pays à partir des années 1970s
- Une structure rapidement oligopolistique pour les ANF (Standard & Poor's, Moody's, Fitch)
- mais une très grande diversité pour les ANEF (au moins 1 par grand pays de l'OCDE, une trentaine dans l'UE)

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)





# Des objectifs différents

- ANF: probabilité de défaut et / ou taux de recouvrement sur une créance
  - Conformité **du modèle** suivi par l'émetteur (particulièrement en matière de titrisation)
- ANEF: respect de certaines règles (dont beaucoup appartiennent au droit positif)
  - Conformité **du sous-jacent** (de l'émetteur lui-même)

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)





# Des champs le plus souvent différents

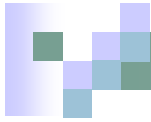
- Même intérêt pour la notation souveraine
- ANF:
  - Entreprises (note « corporate »); véhicules de titrisation (ABS, CDO: 50 % du CA des ANF)
  - Evaluation centrée sur les flux financiers (mais aussi la gouvernance de l'émetteur et la solidité du montage juridique)
- ANEF:
  - Entreprises, éventuellement projets
  - Multi-dimensions: social, gouvernance, environnement

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)







# Des usages différents

## ■ ANF:

- ☐ beaucoup de notes non-sollicitées;
- ☐ Pour les émetteurs de véhicules de titrisation, une obligation légale, imposée par les régulateurs (SEC, AMF)
- ☐ Pour certains investisseurs, une obligation directe, légale, quant à leur politique d'investissement

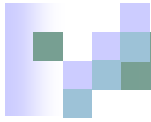
## ■ ANEF:

- ☐ Le plus souvent sollicitées
- ☐ Un enjeu d'images et un label pour les émetteurs
- ☐ Une obligation contractuelle ou morale pour certains investisseurs qui pèse indirectement sur les émetteurs à travers la composition des fonds d'ISR

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)





# Des méthodes différentes

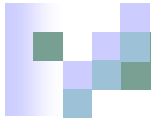
- ANF: analyse économique et juridique (ou institutionnelle)
  - Malgré l'utilisation de modèles mathématiques, de données officielles, pour l'analyse financière
  - Une méthode très empirique, voire « artisanale »: hiérarchie de comités internes
  - Peu procéduralisée;
  - Titrisation: « négociation » de la note avec le conseil juridique de l'émetteur
- En définitive, beaucoup de subjectivité dans l'élaboration de la note, peu de transparence sur la méthode

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022.

[liaisons@copibec.qc.ca](mailto:liaisons@copibec.qc.ca)



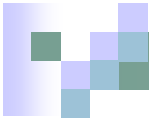


- ANEF: « audit » et contrôle de conformité
  - Conformité par rapport au droit positif et souvent à des « codes de conduite »: « soft law » parfois biaisée en faveur des objectifs du rédacteur du code (l'industrie elle-même)
  - Données publiques mais aussi issues des entreprises
  - Contrôle avec *les parties prenantes*
  - Une pondération nécessairement subjective
- En définitive, malgré une matière première plus objective, des risques de subjectivité mais une grande transparence dans la méthode
  - (jusqu'à sa publication intégrale à travers la protection d'un licence : ex: BMJRatings)

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)





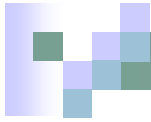
# Une valeur d'information différentes

- Paradoxalement, des analyses
  - ANF: informations plutôt transversales et rétrospectives (sauf titrisation)
  - ANEF: plutôt précisément localisées (droit national) et prospectives

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022.

[licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)



### III Quelques éléments de perspectives dans une période tourmentée...

- Un constat: Une prétendue objectivité des ANF mais des biais à l'encontre de certains droits et certains montages juridiques
  - l'exemple du « recovery rate » de Fitch Ratings

*Lex Electronica, vol. 13 n°3, Hiver/Winter 2009*

Droits d'auteur et droits de reproduction. Toutes les demandes de reproduction doivent être acheminées à Copibec (reproduction papier) - (514) 288-1664 - 1(800) 717-2022. [licences@copibec.qc.ca](mailto:licences@copibec.qc.ca)



14



## ...+ « l'éthos du droit » (cartes de Philip Wood) (*Maps of world financial law, Allen & Overy*)

Five key indicators			
TOPIC	Napoleonic	Roman-Germanic	Common Law
Set-off			
Debt Transfers			
Security			
Trust			
Tracing			

Set-off	Is set-off available generally on the insolvency of a debtor-creditor?
Debt Transfers	Is the assignment of debts free of a need to give notice to the debtor, if it is to be effective on the insolvency of the assignor?
Security	Is security wide and protected on insolvency?
Trust	Is the trust (divided ownership) freely available for all assets and effective on the insolvency of the trustee?
Tracing	Is the tracing of wrongfully-taken assets freely available on the insolvency of the ultimate holder, including tracing into mixed money?

■ No    ■ Yes

DO NOT RELY ON THIS, IT IS NOT LEGAL ADVICE  
COPYRIGHT ALLEN & OVERY LLP 2005 [www.allenoverly.com](http://www.allenoverly.com)  
FEBRUARY 2005 BK412003/BKPRW206002a  
CONCEPT: PHILIP WOOD



...= sous valorisation moyenne des entités notées  
en France par rapport  
à leurs homologues américaines  
**d'une position dans l'échelle de notation**  
(= un notch)

- Cette analyse ne couvre qu'1 agence et qu'1 indicateur mais se retrouve pour un certain nombre de droits nationaux
- Pose des difficultés au regard de la concurrence, de l'innovation et de la répartition des risques entre différents types de montages







# Les effets réglementaires des deux types de notation

## ■ ANF:

- ☐ directement: se sont vues conférées un quasi-rôle de régulateur bancaire (Convention de Bâle II, Directive UE Insolvency II)
- ☐ Indirectement, favorisent le contournement de la régulation prudentielle à travers la titrisation

## ■ ANEF:

- ☐ Indirectement, deviennent des auxiliaires de la réglementation par le contrôle de sa mise en œuvre (Cf. application des conventions OIT dans les PVD)



# Les ANEF peuvent-elles suppléer aux carences des ANF ?

- Problème de crédibilité et de « standing », bien que la crédibilité des ANF soit sérieusement entamée.
- Problème de marché: pas d'incitation réglementaire à l'usage des ANEF
- Les ANEF pourraient compléter la note ANF sous réserve de davantage de recherches sur la performance comparée (...) des titres ISR





# Les ANEF peuvent-elles suppléer aux carences des ANF ?

- Plutôt créer des « macro-agences de notation des ANF »:
  - des régulateurs en dernier ressort doivent assurer une police macro-prudentielle des marchés car la crise actuelle vient plutôt de comportements déviants vis-à-vis des risques plutôt que de son identification ou de sa quantification
    - (cf. l'art. 52 de la loi bancaire; la dégradation des banques islandaises par Moody's, etc.)

